

宏观经济向好和流动性泛滥 铜价将再创历史新高

摘要



陆士华

金属分析师

从业资格证： F0230384

☎ 0516-83831180

✉ 506816831@qq.com

🌐 www.neweraqh.com.cn

一九九一年毕业于中国矿业大学煤综合利用系，一九九三底涉足期货行业，一直致力于有色金属的研究和套期保值工作，具有很高的现货和期货操盘经验。

- ◆ 2010 年的伦敦铜价在宏观经济向好以及全球低利率的政策的作用下，伦铜突破了 9000 美元大关，再次创出历史新高，但沪铜在我国宏观调控的压力下维持高位大幅震荡，目前与伦铜的比价处于历史新低，但经济向好与供应紧张的格局短期不会改变，后市铜价将会继续震荡上行。我们坚持认为此轮铜的牛市还远未结束，诸多影响因素依然存在，比如中国铜消费旺盛，世界经济保持复苏，流动性泛滥，美国维持量化宽松，以及铜精矿供应紧张等。
- ◆ 中国经济 2010 年继续成为世界经济的一大亮点，大有世界经济领头羊的气概，但人民币升值的压力和控制通货膨胀的宏观措施一直压制着铜价的上行。美国的量化宽松政策以及全球低利率使 2010 年的物价水平不断攀升，控制物价成为目前世界各国的主要目标。
- ◆ 展望 2011 年，以美国为首的世界宏观经济形势将决定铜价的走向，供需缺口的增加将使铜价在 2011 年上半年继续向上，伦敦铜价将向 10000 美元之上迈进，铜价有可能达到 12000 美元甚至更高的价位。铜价将在明年不断创造历史新高。
- ◆ 套利因素分析：目前伦铜和国内铜价的比值只有 7.2—7.3 附近，国内铜价比价非常低，正常套利以及进口将有 5000—6000 元的亏损，目前存在较好的反套机会，买沪铜抛伦铜将有不错的套利机会，同时做好资金管理，密切关注国内和伦铜的升贴水的变化情况。

宏观经济向好和流动性泛滥 铜价将再创历史新高

主要观点:

- 2010 年的伦敦铜价在宏观经济向好以及全球低利率的政策共同作用下, 伦铜突破了 9000 美元大关, 再次创出历史新高, 但沪铜在我国宏观调控的压力下维持高位大幅震荡, 目前与伦铜的比价处于历史新低, 但经济向好与供应紧张的格局短期不会改变, 后市铜价将会继续震荡上行。我们坚持认为此轮铜的牛市还远未结束, 诸多影响因素依然存在, 比如中国铜消费旺盛, 世界经济保持复苏, 流动性泛滥, 美国维持量化宽松, 以及铜精矿供应紧张等。
- 中国经济 2010 年继续成为世界经济的一大亮点, 大有世界经济领头羊的气概, 但人民币升值的压力和控制通货膨胀的宏观措施一直压制着铜价的上行。美国的量化宽松政策以及全球低利率使 2010 年的物价水平不断攀升, 控制物价成为目前世界各国的主要目标。
- 展望 2011 年, 以美国为首的世界宏观经济形势将决定铜价的走向, 供需缺口的增加将使铜价在 2011 年上半年继续向上, 伦敦铜价将向 10000 美元之上迈进, 铜价有可能达到 12000 美元甚至更高的价位, 铜价将在明年不断创造历史新高。
- 套利因素分析: 目前伦铜和国内铜价的比值只有 7.2—7.3 附近, 国内铜价比价非常低, 正常套利以及进口将有 5000—6000 元的亏损, 目前存在较好的反套机会, 买沪铜抛伦铜将有不错的套利机会, 同时做好资金管理, 密切关注国内和伦铜的升贴水的变化情况。

一、2010 年铜价走势回顾



图 1. 沪铜指数 2010 年走势图

2010 年的铜价走势上半年大幅震荡, 伦铜在 6000 美元—8000 美元一线大幅震荡, 沪铜在 50000—64000 一线上下震荡, 下半年伦铜和沪铜震荡单边上涨, 年底伦铜在 9500—9700 美元一线震荡蓄势, 沪铜在 69000 上下窄幅波动, 年底最后两天突破了 70000 大关, 最高达到 72500 一线。



图 2. 伦铜指数 2010 年走势图 图表来源: 文华财经

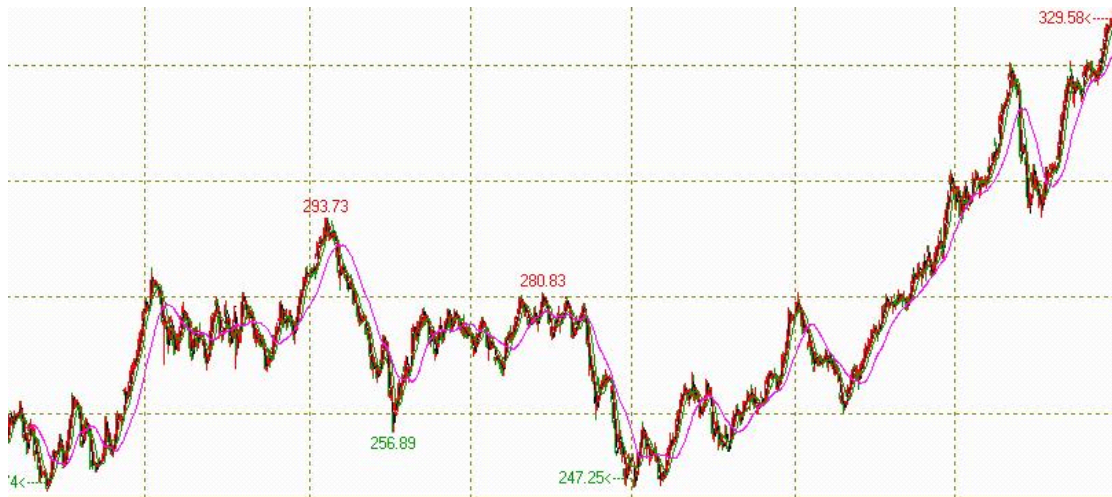


图 3. CRB 指数 2010 年走势图 图表来源: 文华财经

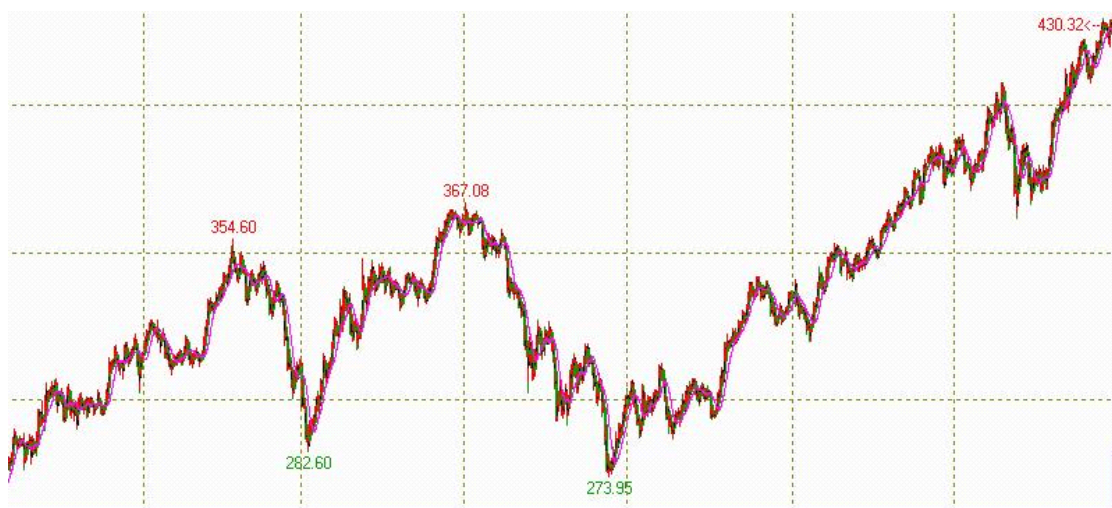


图 4. comex2010 走势图 图表来源: 文华财经

行情走势分析: 2010 铜的走势可以分为两个阶段——上半年大幅震荡，下半年震荡单边上涨。

第一阶段(2010年元月——6月初): 2010年初伦铜价格在7500--7700美元一线下跌到2月份的6300美元一线,然后期价触底回升到4月中旬的8000美元,2季度期价走出短期的大幅回调行情。6月初期价下跌到6000美元。沪铜期价在1月份的63000下跌到2月份的51500--52000一线,期价从低价有大幅回升到4月初的64000,4月份期价再次受到欧债危机的影响期价大幅回落到50000之下,最低到48800元。

第二阶段(2010年6月初——2010年底): 期价从6月初的大幅震荡逐步转化为单边上涨,伦铜在6000美元一线震荡筑底后在9月底再次突破8000美元的大关,到11月11号创下8966美元的历史新高,然后在中国大幅提高存款准备金和提高利率的宏观政策的打压下期价出现快速的跳水行情,11.月17日到11月23日期价回到8050--8000美元一线,由于供应趋近和etf基金的推出,期价重回升势,到目前伦铜价格上升到9300--9400美元一线。沪铜在6月初创下低点48800后一路震荡上行到11月11号的70000元一线出现快速回落。到11.17--11.23左右期价回到61000--61500一线,期价受伦铜走强的影响再次走强到目前的69500--69000的高位震荡,2010年最后两天突破了70000大关,最高达到72500一线。

二、影响2010年铜价走势的因素分析

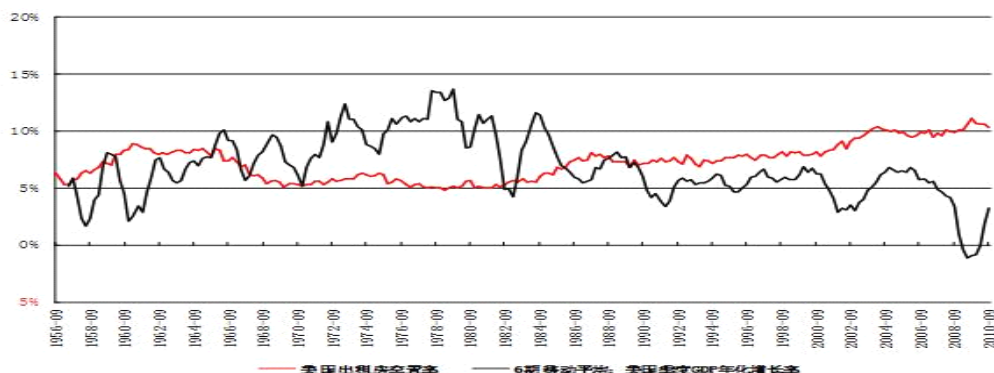
2010年铜价无论国内和国外都走出了上半年大幅震荡,下半年大幅震荡走高的态势,特别是伦铜和comex铜在年底都纷纷创出历史新高,今年整个世界的宏观经济出现向好和流动泛滥使商品期货出现了大幅上涨,虽然我国出台了一系列的宏观调控政策,但经济向好和明年铜供应紧张的格局不会改变,特别是投机基金ETF的上市更加剧了铜供应紧张的局面,各机构纷纷上调2011年铜上涨预期。投机基金的持仓结构目前从净空转变为净多30000余手,说明基金是坚定的看多者。铜价在2011年上半年会有较好的表现。

(一) 宏观经济

1、以美国为代表的西方发达经济国家——经济复苏伴随着高失业率

2010年欧洲各经济体出现了债务危机,特别是西班牙、爱尔兰、葡萄牙等国家的债务危机拖累了欧洲经济。造成欧元大幅下跌,同时美国继续实行量化宽松政策,世界流动性在不断泛滥,美国经济目前总体向好,但其失业率和房屋销售还没有根本改变,造成美国短期内不会推出经济刺激计划。

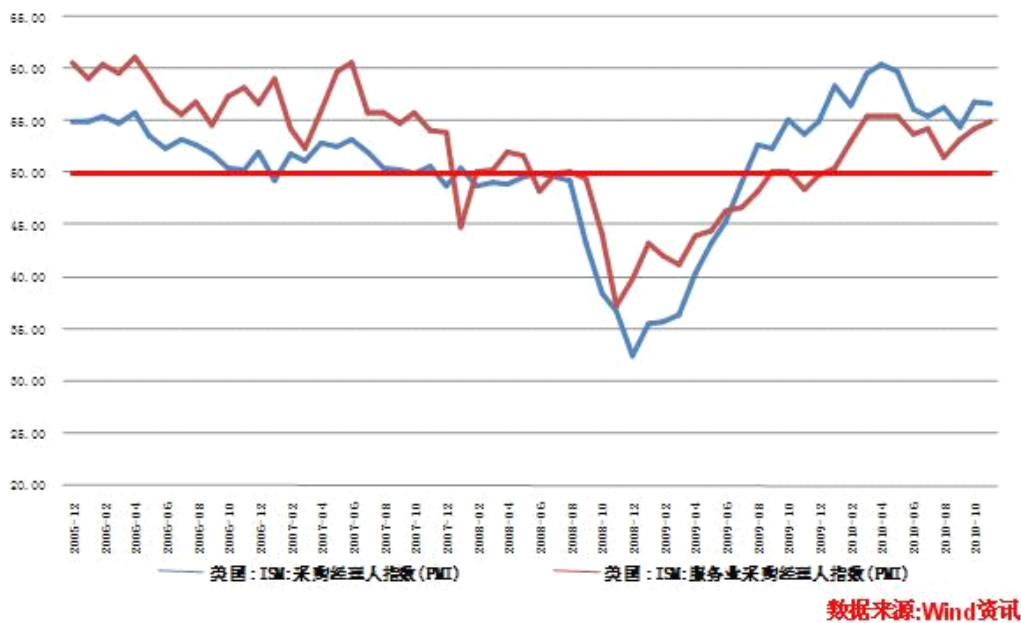
图5、为美国年度出租空置率 GDP 增速走势图



数据来源:Wind资讯

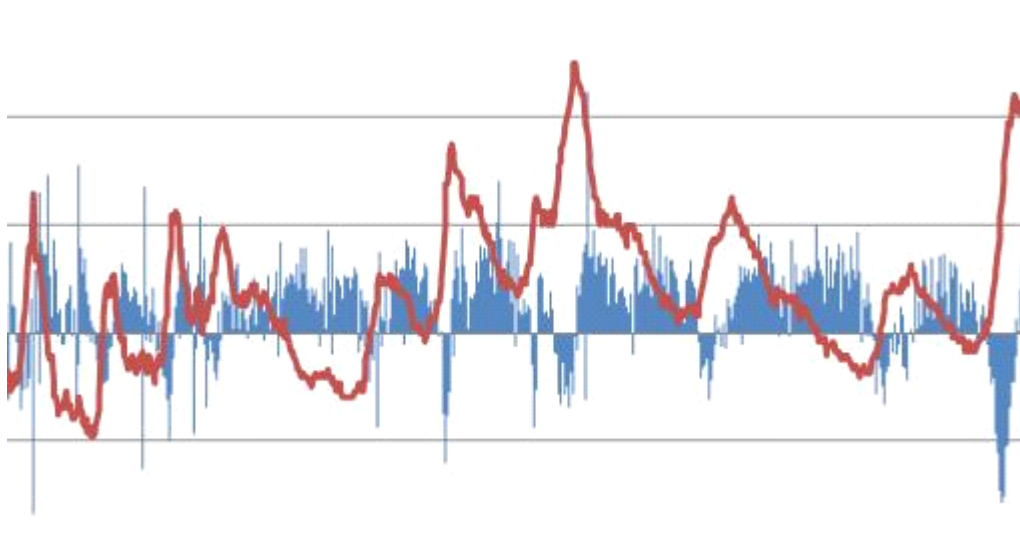
美国住房出租空置率和美国GDP增速存在反向的关系,出租住房空置率的下降说明经济加速,2010年3季度房屋出租空置率小幅回落,3季度GDP增速也同步比上季度小幅增加。

图 6、美国 ISM 指数



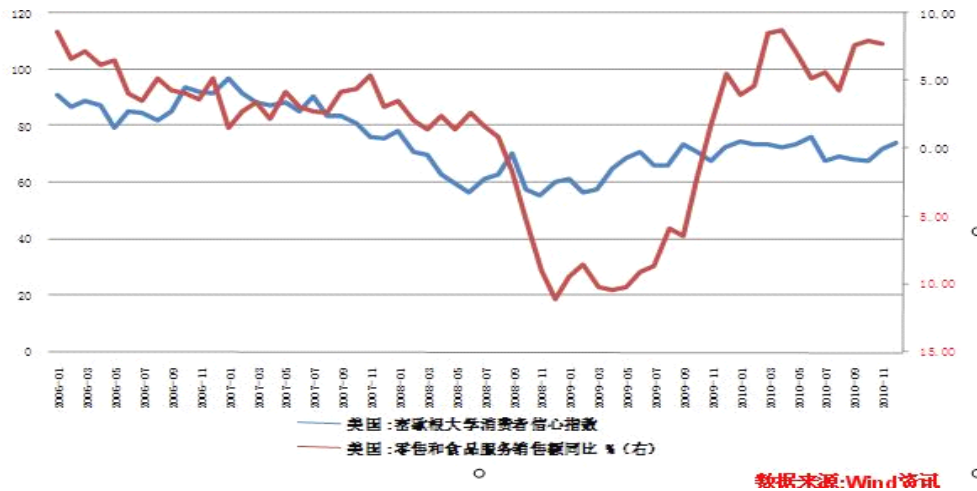
每个供应管理协会 (ISM) 11 月制造业指数为 56.6, 与 10 月份的 56.9 基本持平, 维持在高位; 服务业采购经理人指数走高, 从 10 月份的 54.3 上升到 11 月份的 55.0, 显示美国经济复苏有所加速。

图 7、美国新增非农就业与失业率



美国劳工部公布, 11 月份非农就业人数增加 3.9 万人, 当月经季调整后的失业率为 9.8%, 较十月份增加 0.2 个百分点。说明美国经济的复苏并不牢固。

图 8、美国消费者信心指数和零售销售



美国 11 月份零售销售同比增长 7.6%，密西根大学消费者信心指数为 74.2%，保持较好的上涨趋势。

总结：从以上的图表可以看出美国经济出现了较为稳固的复苏趋势，但失业率依然维持在 9.8% 的高位，房屋销售虽然有所好转，但总体复苏不是太强劲，为了刺激经济和保持就业，美国经济不会太快退出经济刺激方案，美元总体震荡走弱的可能性较大，对铜的走势起到支撑作用。

根据我们的宏观策略研究，美国推出第二次量化宽松政策是美国处于高失业率下的总统选举以及对陷入日本式的通货紧缩的恐惧和担忧。量化宽松政策是不得已而为之，美国希望通过推升资产价格或是美元存在的贬值诉求以达到减轻国民负债-----这种潜在的要求不支持美元走强。

量化宽松政策的退出时间可能比想象的时间要久-----根据美国 11 月份推出第二次量化宽松政策到 2011 年 6 月底以前美联储将购买 6000 亿美元的长期国债，我们预测美国经济明年经济的增速是逐步上行的走势，明年下半年美国 GDP 增速达到 3.0%--3.5% 的可能性较大，美国不可能愿意看到美国经济第三次放缓所带来的压力，特别是 2012 年美国大选的压力之下，美国量化宽松政策的退出时间将比那些中性的货币政策的国家要晚，新兴市场国家的资产泡沫和大宗商品的价格上行压力的时间将比想象的时间要长。

2、欧元区经济状况

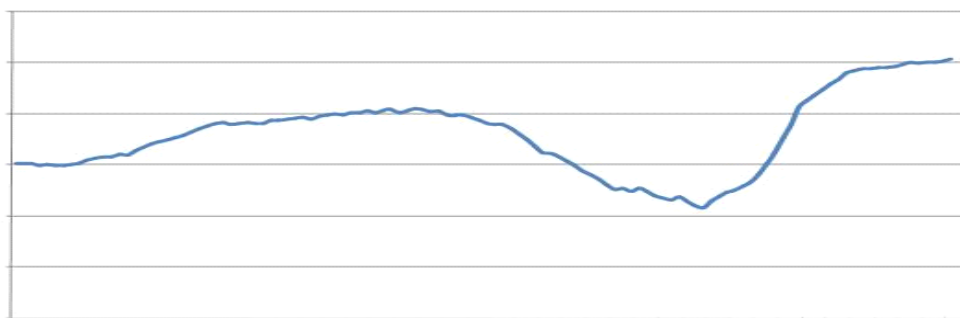
欧洲经济目前陷入债务危机，但从目前的情况来看，对整个欧洲经济不会造成太大的伤害，通过自身的力量会逐步摆脱困境，走向健康的复苏道路。

图 9、为欧元区经济增长和经济景气指数



11 月份欧元区经济景气指数从 10 月份的 103.8 上升至 105.3；3 季度欧元区 GDP 同比增长 1.94%，显示欧元区经济有所回暖。

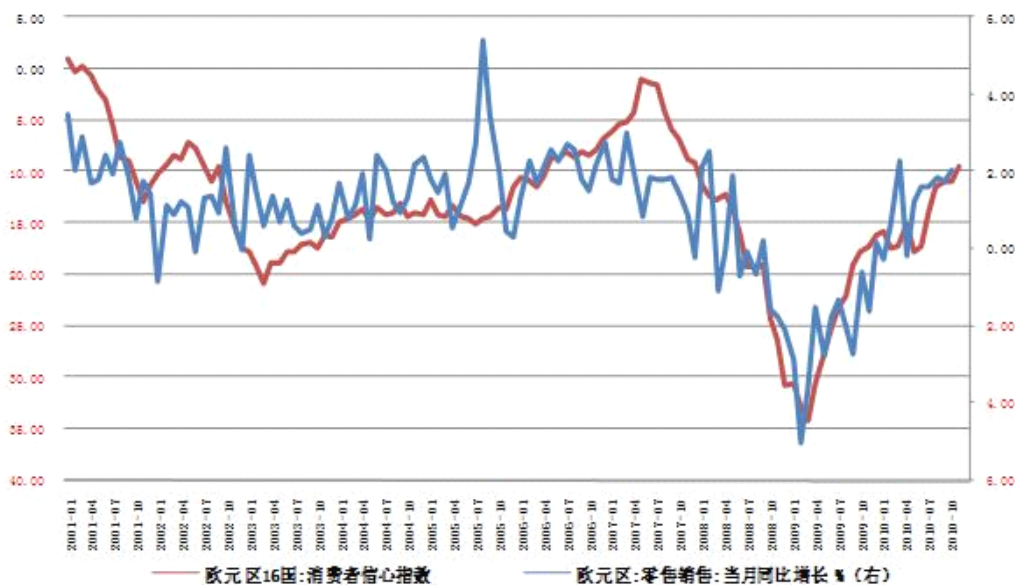
图 10、欧元区失业率



数据来源:Wind资讯

欧元区 10 月份失业率经季节调整后为 10.09%，为十年来新高，原因为尽管欧元区经济正在复苏，但企业裁员人数却增加。

图 11、欧元区消费者信心指数和零售销售



数据来源:Wind资讯

欧元区 16 国 11 月消费者信心为-9.4，显示消费者信心处在缓慢恢复过程中。欧元区 10 月零售销售同比上升 2.06%。

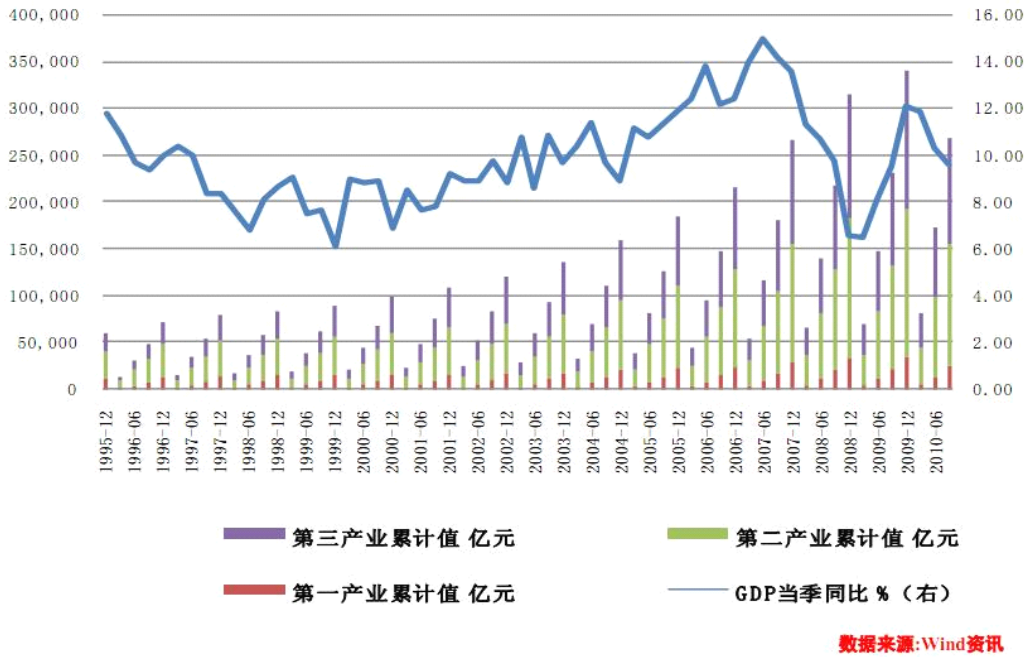
结论：从近期的数据可以看出欧洲经济表现出较为稳定的复苏态势，虽然失业率较高，但消费者信心指数和制造业指数强近上涨，总体表现稳定目前看继续恶化的可能性不大。

欧债问题：自 2009 年以来，欧洲五国中的希腊和爱尔兰相继发生了债务危机，根据巴克莱今年 5 月份的一项报告认为，欧洲五国只有意大利在可以在不主动缩减开支的情况下，从明年开始逐渐实现小幅盈余，而其他国家如果不进行痛苦改革，财政赤字都将保持 5%左右的水平，我们认为，欧洲为了避免经济动荡传导至西班牙，进而影响到欧洲的核心机构，引发第二次金融危机，必要时欧洲央行会采取进一步的量化宽松政策。

3、中国宏观经济 ——中国经济目前表现为高速发展，经济短期有过热迹象，通过国家宏观调控和产业结构

调整，中国经济继续保持 8% 以上的增长是有可能的，中国经济的一举一动继续影响着世界经济，拉动世界整体经济进入良性复苏的轨道。

图 12、中国 GDP 数据



中国第三季度 GDP 较上一年同期增加 9.6%，低于第二季度的 10.3% 的增长速度，政府对信贷规模和房地产投机行为的调控开始对整个经济产生影响。

图 13、中国制造业采购经理人指数

中国 11 月份制造业采购经理人指数 (PMI) 为 55.2%，连续四个月回升，显示当前经济走势明显向好。非制造业 PMI (商务活动) 为 53.2%，较上月略有回落。

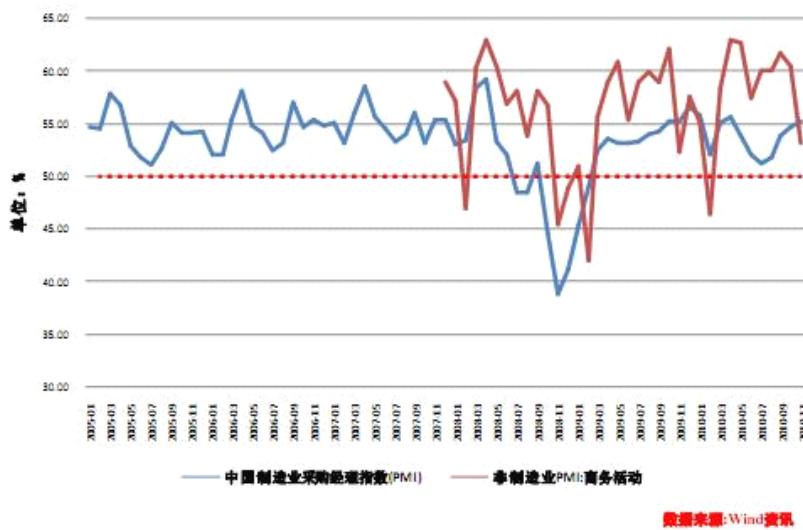
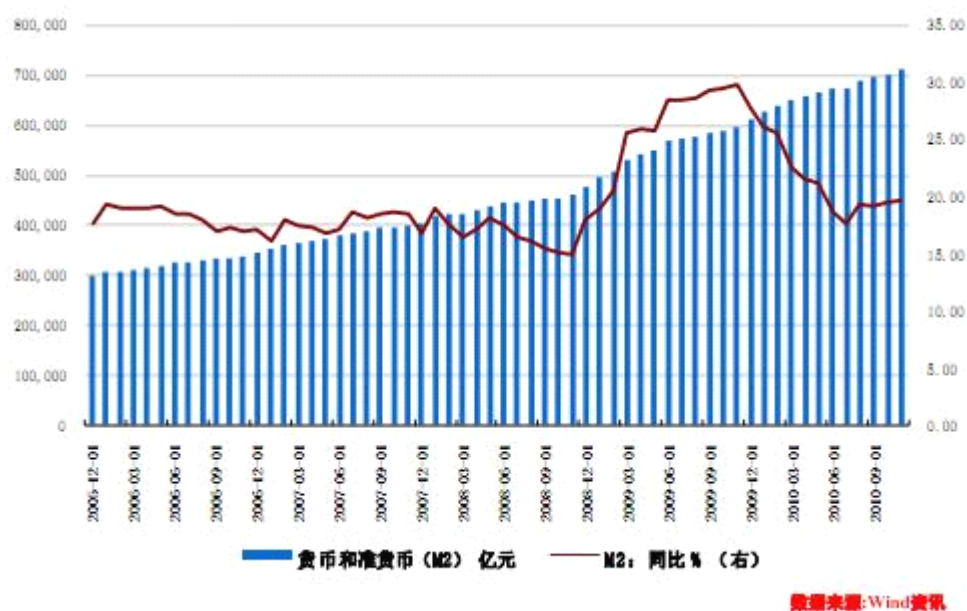


图 14、中国货币供应量 M2



截止 2010 年 11 月份底，M2 余额为 71.03 万亿元，较上年同期增加 19.5%，增幅有所回升。

结论：从以上图形可以看出中国经济在经过近 2 年的高速增长以后，通货膨胀加速，近期通过宏观调控的政策，经济有减速的迹象，但 2011 年银行投放的货币不会减少太快，经济依然能够保持较快发展，但房地产依然过热，房屋价格依然过高，这是制约 2011 年中国经济发展的主要障碍，调控房地产是 2011 年宏观经济调控的重点。

三、铜供求关系

2011 年铜供应趋紧，经济向好和通货膨胀预期决定有色金属中期趋势向上，但基本面决定了各自的强弱，我们认为 6 种有色基本金属中基本面最好的是铜和锡。

（一）全球金属平衡表

表 全球各金属的贡献平衡情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
铜	-1098	-347	-154	-170	187	456	-132	-386
铝	-663	-90	-455	284	1641	1128	881	866
铅	119	415	187	236	-99	234	6	5
锌	-255	-390	0	106	508	780	460	239
锡	-5	22	2	-3	-14	21	-8	-20
镍	-9	29	-51	97	152	97	-32	-3

来源：日信研究，CRU, Brook hunt, Barclays Capital

表 基本金属的驱动力和风险分析

	现价	2010	2011E	未来 6 个月行业驱动力	主要风险
铜	8725	7438	11250	中国重新备库需求 铜矿和废铜供应紧缺 铜 ETF 的实物和投资需求	中国房地产投资大幅紧缩
铝	2319	2185	2600	中国节能减排力度改善供给 汽车和交通领域铜需求大幅增加	电价上调 国储抛售打压铝价
铅锌	2340/	2153/	2775/	铅酸蓄电池消费回升	汽车消费大幅下滑

图 LME 基本金属库存变化

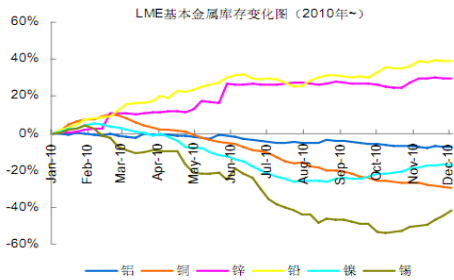
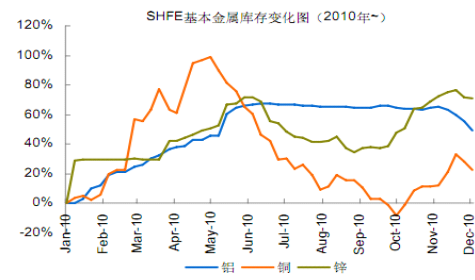


图 SHFE 基本金属库存变化



来源: 日信研究

表 全球及中国铜精矿、铜供需情况(单位: 千吨)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E
全球铜精矿产量	14942	15139	15575	15582	15976	15907	16851
YOY%		1.32%	2.88%	0.04%	2.53%	-0.43%	5.93%
全球产量	16597	17310	18040	18364	18336	18564	19482
YOY%		4.30%	4.22%	1.80%	-0.15%	1.24%	4.95%
全球消费量	16959	17500	18047	18019	17302	18240	19449
YOY%		3.19%	3.13%	-0.16%	-3.98%	5.42%	6.63%
全球产量-消费	-362	-190	-7	345	1034	324	33

(二) 中国和美国消费结构和消费比

图 中国铜消费结构

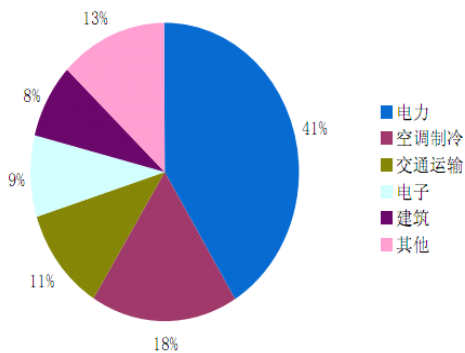


图 美国铜消费结构

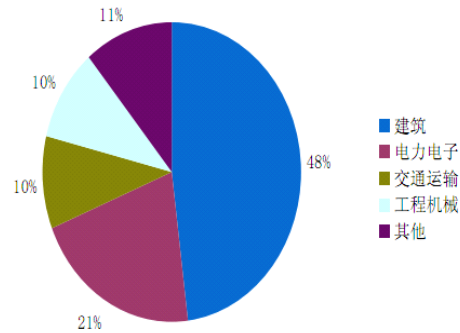


图 近十年铜矿产量呈下降趋势

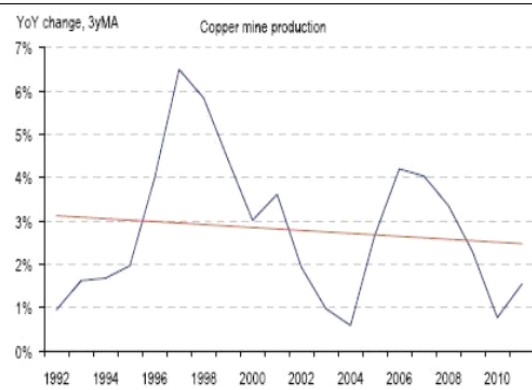


图 中国实际铜消费增速



来源：日信研究，Merrill Lynch

中国产量	2600	3003	3540	3836	4110	4981	6286
YOY%		15.50%	17.88%	8.36%	7.14%	21.19%	26.20%
中国消费量	3815	3967	4670	5100	6520	7107	7676
YOY%		3.98%	17.72%	9.21%	27.84%	9.00%	8.01%
中国产量-消费	-1215	-964	-1130	-1264	-2410	-2126	-1390
中国产量占比	15.67%	17.35%	19.62%	20.89%	22.41%	26.83%	32.27%
中国消费占比	22.50%	22.67%	25.88%	28.30%	37.68%	38.96%	39.47%

来源：安泰科，日信研究

从以上数据可以看出中国铜的消费和美国铜的消费结构有很大区别，中国主要消费区在电线和电缆行业，美国主要在建筑行业，同时中国铜的消费已经占世界的 40%左右。

(三) 现货价格

现货价格和期货价格相互影响，一定程度上反映了现货商和投机客之间的博弈。

图 15、全球基本金属库存

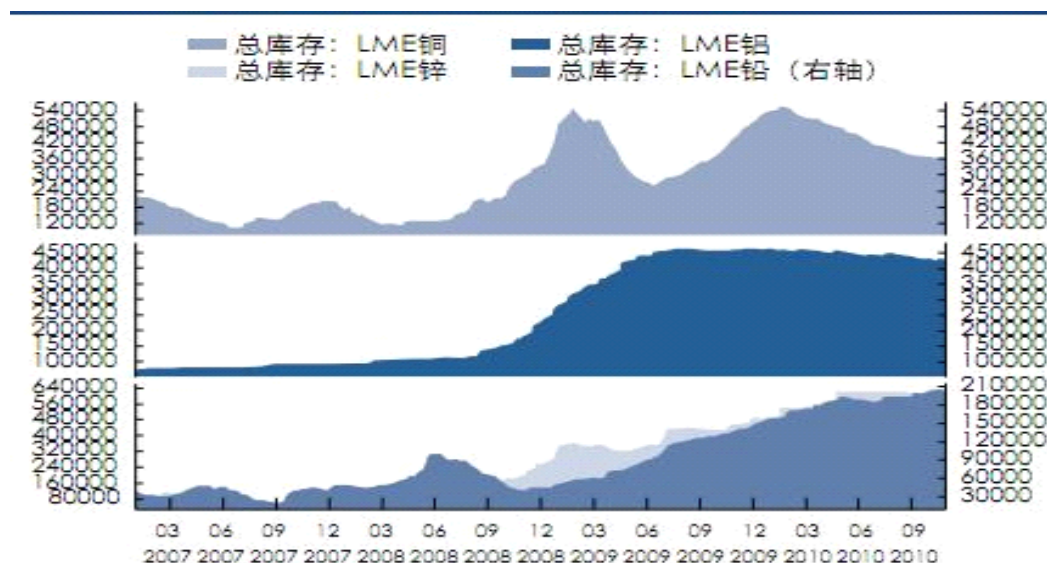
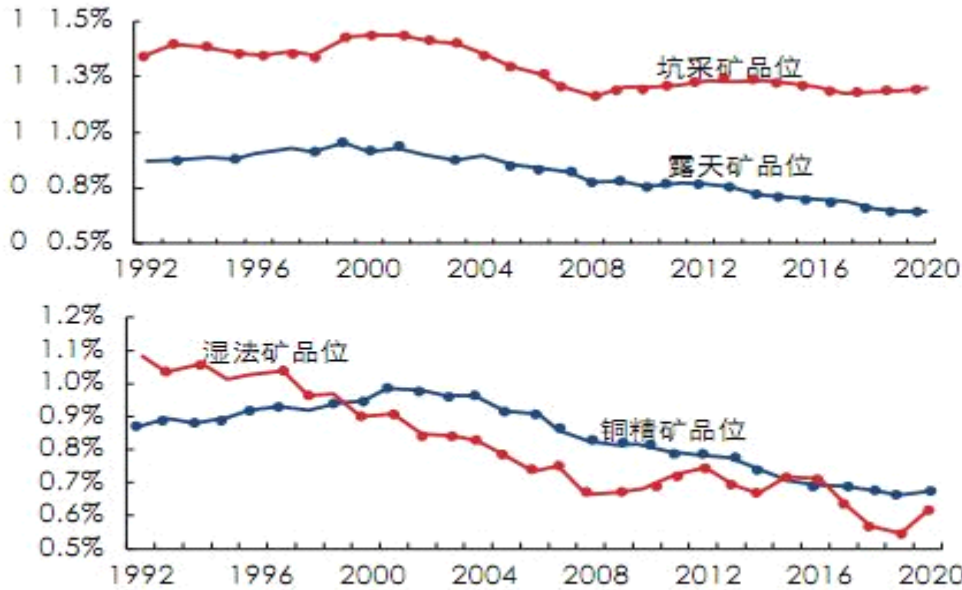


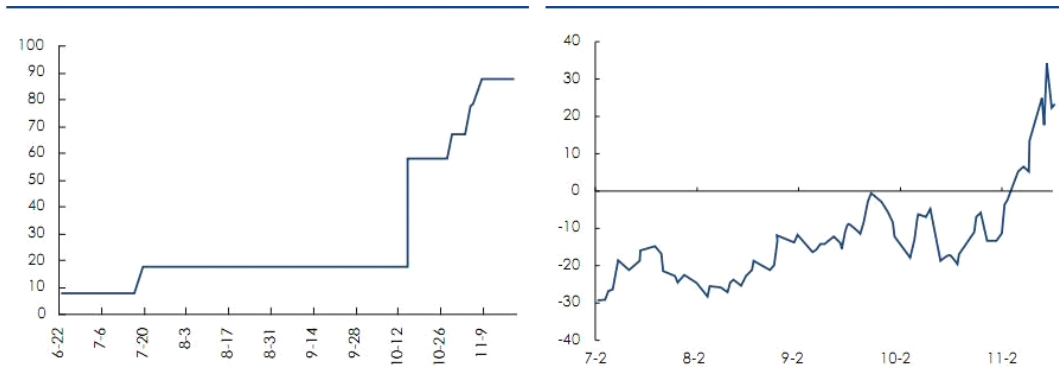
图 16、铜矿品位趋势图



资料来源: CODELCO

图 17、铜精矿加工费 TC、RC 走势图

现货铜升贴水示意图



从以上图形可以看出铜的品味在不断下降，库存维持中等偏下水平，现货升贴水从上半年的贴水到目前的升水 50--60 美元一线，为铜的下一步逼仓创造条件。我们预计 2011 年铜价将一支独秀，上行空间较大，其他基本金属将保持较为温和的走势。

(四) 中国因素

1、中国 11 月铜进出口分项数据一览表

以下是中国海关公布的 11 月阳极铜、铜合金、精炼铜、废铜以及铜矿砂等进出口数据一览表(单位均为吨):

进口:	11 月	同比%	美元/吨	1-11 月	同比%
精炼铜	232,298	18.84	8,337.14	2,693,500	-8.52
铜阳极	43,492	131.27	7,956.24	360,865	80.32
废铜	398,726	32.38	3,054.2	3,929,539	10.57
铜矿砂	552,773	12.36	2,111.53	5,983,408	6.35
铜材	71,725	1.8	8,946.02	836,893	14.9

2、中国消费依然保持强劲

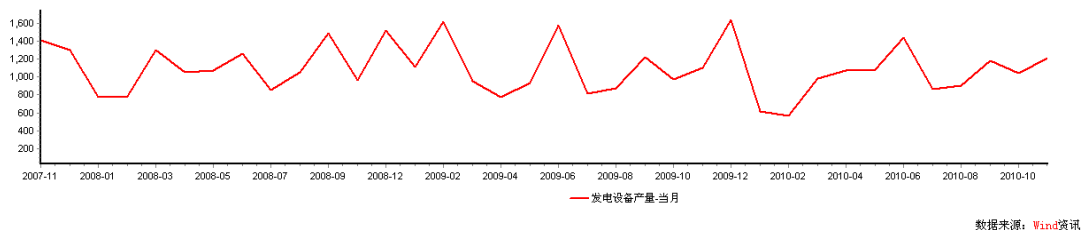
除了发达国家由于基数和经济增长加速带动铜的消费外，中国铜消费仍会是全球铜消费增长的主要动力。根据国家“十二五”规划中，未来中国铜相关行业仍会维持快速增长。这其中包括国网投资 2 万亿元，平均每年 4000 亿，远高于今年 2270 元的投资计划；中国目前在建高速铁路 1 万公里，“十二五”会增加 4 万公里；“十二五”汽车产能增加一倍；2011 年保障性住房达到 1000 万套，增加 78%，以后每年增加一倍。2011 年是“十二五”规划的第一年，国家肯定要保证经济稳定，因此铜的消费仍会保持较好的增长。

(1) 电力行业增速放缓

电力行业作为用铜量占铜消费的 53% 的用铜大户，其发展对铜消费有着重要的影响。根据国家统计局公布数据，今年全国电力供需形势发生了很大变化，电力供应紧张局面进一步缓解。全国缺电范围明显减少，缺电程度明显减轻，今后几年电力供需形势将日趋宽松，2002 年 6 月以来出现的电力供应紧张局面将得到根本扭转。业界普遍预测，2010 年到 2012 年电力供需将达到基本平衡。

发电设备、交流电动机等具有明显的季节性，六七月份是产量的最低点，第四季度产量开始上升，在 12 月份达到全年最高点。今年到明年基本达到平稳增长。

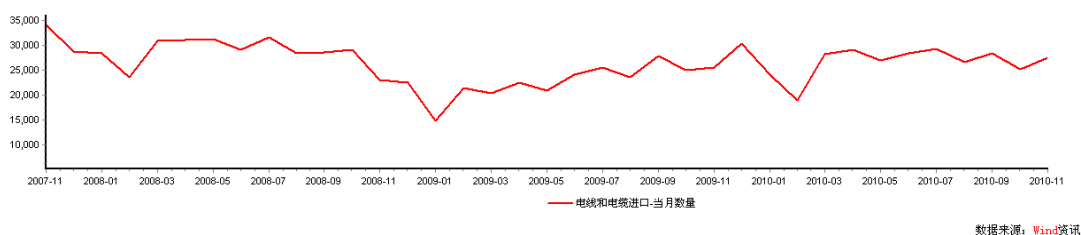
图 18、国家发电设备生产月度图



数据来源: Wind 资讯

电线电缆行业的产量没有非常明显的季节性，通常呈现波动上升的格局，在第四季达到年度最高点，2009、2010 年下半年的产量经上半年增长 20% 左右。另外线缆行业正面临的重大机遇是十一五期间大规模的城市电网建设和改造，规划显示电网建设的总投资将达到 8500 亿元左右，今后 5 年的电网投资年均增速将高达 20%，这必将带动线缆行业的蓬勃发展。据线缆企业反映，八月中旬工厂订单已经开始增加，未来如果保持去年同期的速度，产量将比上半年增长 20%。

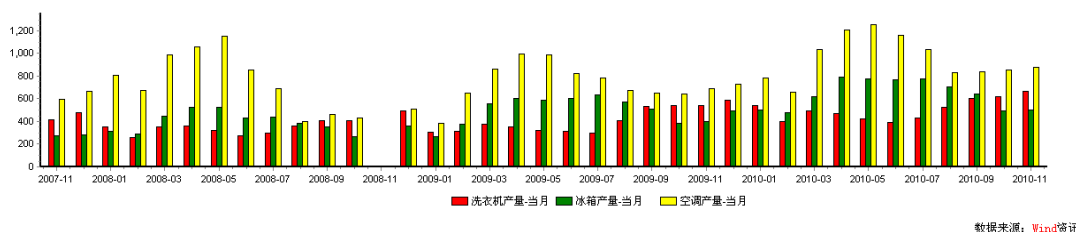
图 18、电线和电缆生产当月数量



(2) 家用电器

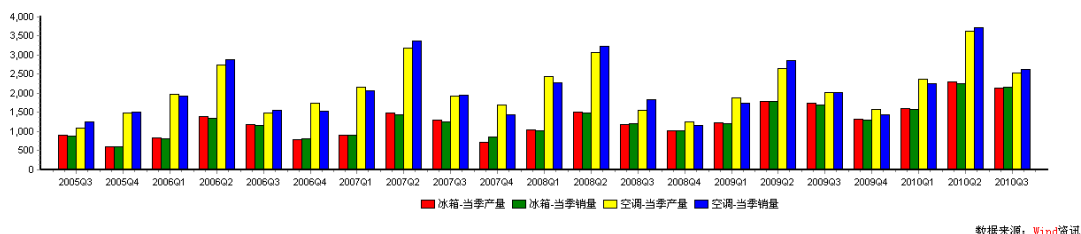
空调生产具有非常明显的季节性,在每年的4-6月份是全年度产量的最高点,从7月份开始产量逐步下降,整个2010年下半年产量非常低迷,但是最低点出现在10-11月份,12月份以后有所反弹。中国空调行业1999-2004六年内保持了高速增长的劲头,产量增长率均在40%以上,最高时甚至达到135%的增长率。即使在2005冷冻年,行业环境极其艰难的情况下,产量也保持着近10%的增长速度。但2010年上半年比去年同期产量下降了0.03%,这是数年来产量第一次出现负增长。虽然2010年空调市场不再像以前那样振奋,但是也并不像市场所传言的那样恐怖。上半年的产量几乎与去年同期持平,下半年预期也将维持同样的水平,空调的用铜量将与去年持平,2011年也将延续这样的态势。

图 19、家用电器当月产量



从冰箱年度产量来看,2005年、2006年保持35%以上的增长率,2009年冰箱产量增长仅为3.5%。而2010年前七个月产量保持了38%的高速增长,预期在2010年全年冰箱产量仍将至少维持在30%以上的增长率,冰箱平均每台用铜3公斤,则在下半年较去年同期增加15000吨用铜量,预计2011年有望继续增长。

图 20、电冰箱生产数量



(3) 交通运输

全国汽车产量存在着明显的季节性特征,通常最高点出现在3-4月份,次高点出现在9-10月份,另外,全年的最低点位于1-2月份和7-8月份,9-10月份产量会有明显的上升。

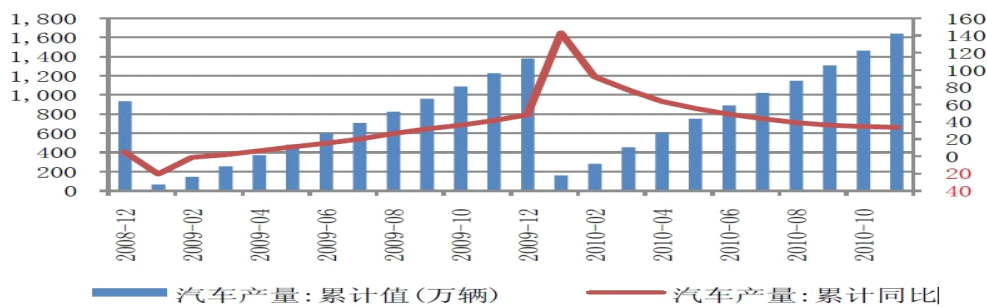
从下图中我们可以看出从2000年以来汽车行业一直保持着10%以上的增长率,而2009年、2010年产量增长率更是达到35%以上。

2010年前十一个月汽车产量增长迅速,与去年同期相比增长率25%。9、10月份是下半年的产量高峰

期，预期全年年仍能保持 25% 以上的增长速度。

另外，从轿车占汽车总产量的比例来看，2009 年以前轿车占汽车总量的 32% 左右，而 2009 年以后，轿车占汽车总产量比例大幅提高，并且保持在 45% 水平上。据业内人士估计，2010 年轿车所占比例大概能提高到 50% 左右。轿车用铜量大约为 7 公斤/台，而客车、货车用铜量大约 15 公斤/台。所以加权平均大概每台汽车的用铜量为 11 公斤，虽然今年下半年增速有所回落，但仍保持 35% 的增速，汽车行业的用铜量将较去年同期增加 11000 吨左右，随着中国人民收入的不断提高，汽车行业的需求还会继续保持高速增长。

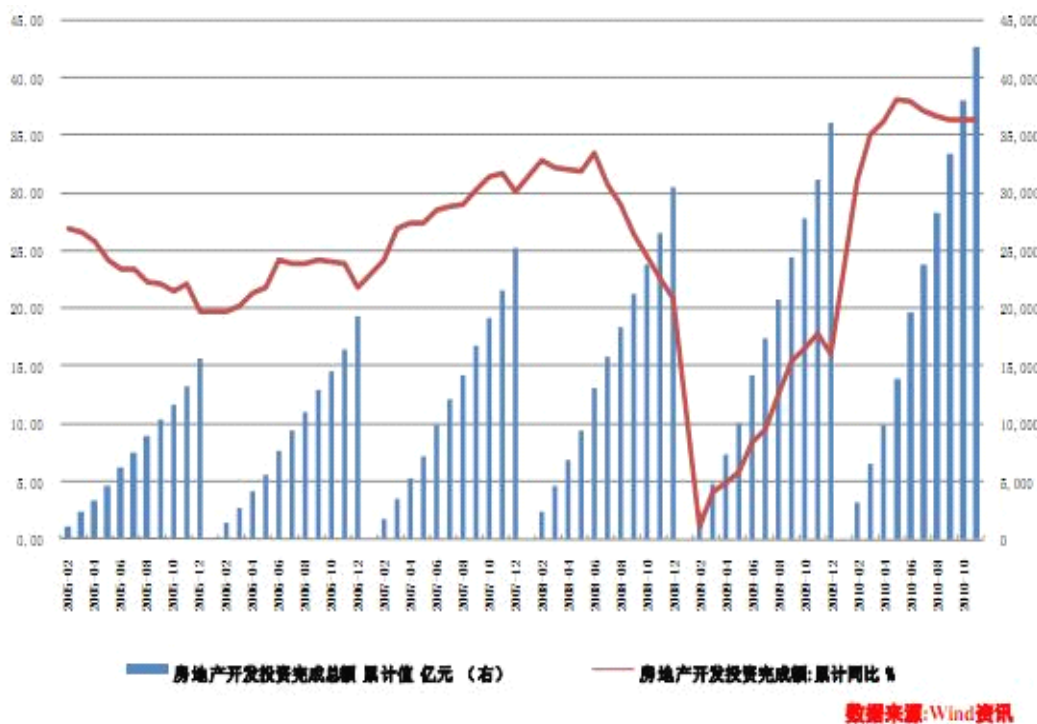
图 21、汽车销售及增速



(4) 建筑

全国房屋在建面积及其增长 2010 年面积增长率达到 20% 以上，2006 年上半年开始国家出台了一系列抑制房地产过度投资的政策，但是据笔者了解，目前对房地产的在建面积并无太大影响。建筑行业的用铜量应该在 2011 年仍然小幅增长。国家统计局公布的数据显示，1--11 月份全国商品房销售累计销售额同比增长 17.5%，增速有所回升，在国家房地产调控靴子落地之后，市场开始触底反弹。投资性需求得到遏制，刚性需求得到恢复。

图 22、房地产开发投资总额



数据来源: Wind 资讯

总结: 通过对各个行业的产量特征、消费趋势的分析, 笔者认为, 2010 年铜消费能力应该是中性偏好的, 整体全球铜消费能力虽然较 2009 年出现减速, 但在中国带动下绝对增长速度仍然不容低估, 我们

看到铜价高企刺激了一些小型企业的产量增加，同时高铜价也会促进铜铝替代的应用。但增长的背后仍然存在一定的问题，比如铜精矿供应不足等。

因此，笔者预计 2011 年铜消费可能会出现阶段性供应短缺局面，但增长速度将与供应增长速度持平。

四、国内外比价关系

金属市场近十几年以来就是东西方利益的较量，中国市场中的投机力量已经通过套利商的活动而直接将交易风险敞口于国际市场。

我们知道在低比价区域，中国进口规模将明显受到限制，会有一些规模的国内投机抛盘通过反套贸易商转嫁到 LME 市场，此时伦敦的下跌并不可靠；而在高比价区域，中国将逐渐恢复进口规模，国内投机抛盘的止损会带动反套利抛盘在伦敦的离场，这为伦敦市场的多头离场提供了一种渠道。在高比价区域我们需要密切关注市场可能出现的大幅回撤。

至少到目前为止，我们尚未看到国内投机空头盈利离场和套利交易盈利离场同时发生的格局，如果目前市场结构随着时间延续而出现这种情况，我们可以认为这是市场结构发生变化的某种征兆。要改变目前国内现货紧张、反向基差的状况，唯一的契机就是远月对伦敦比价恢复，从而大量进口铜。一旦国内连续几个月的积累进口需求释放，伦敦基金也就失去最大的一个目标，很可能铜价的顶部也将随之形成。接近年底，以两市比值计算目前的进口存在大约 5000 元左右的亏损，比价关系为 7.3 附近，但加上现货市场的升水，国内进口依然处于关闭状态。

而且我们注意到，远月比价恢复的前提是远期的补涨，而一旦远期补涨结束，远期合约也将失去套利盘的支撑，我们也将面临一个远期抛空良机。2006 年国内的顶部也就是伴随远期补涨而产生的。因此关注远月基差以及远月对伦敦的比价将是我们进行抛空选择的一个非常好的指标。根据一些现货商的经验，一旦国内相对伦敦比价恢复到 8.0--8.2 附近时，我们就必须谨慎了。

五、美元对铜价的影响

LME 铜以美元计价，故美元的强弱影响铜价。具体表现为：一般规律下铜价与美元成负相关关系，美元走弱，支撑铜价；美元走强，铜价承压。直观理解，美元走弱，需要更多美元才能购买相同数量的铜，反之则相反。透过供需关系：美元贬值，非美元货币相对升值，而日本、欧洲是全球主要的精炼铜消费地区，无疑降低该地区的消费成本，刺激消费增加；同时，其他国家货币升值则对其出口不利（主要非美元计价铜出口国：智利、秘鲁、加拿大、澳大利亚），减少精炼铜供给。

近期美元走势和商品价格走势将脱钩——未来一段时间影响美元走势的主要因素是美国的量化宽松政策和欧债危机，不同阶段这两种因素分别主导美元的走势，我们认为欧债危机短期支撑着美元，但美元出现趋势性上涨的可能性不大，我们认为 2011 年美国经济出现好转的可能性较大，意味着美元缺乏进一步下行的动力，金属需求将增加，然而全球流动性宽松的政策极有可能推升大宗商品价格，金属和原油走势极有可能和美元出现短期脱钩。

图 美元指数与 CRB 现货金属指数走势对比



铜与美元历来是一个负相关关系，这是大家所共知的，这也是铜的金融属性的体现，而我们在分析美元对铜价的影响时，尤其要对它们二者之间的异常表现引起重视，下面我们谈谈这一点：

图30美元与伦铜走势对比

数据来源：金瑞期货研究所



从上面的图表大家可以看到，从2010-11月之后，这种负相关关系正在弱化，美元指数总体从75.8左右上涨到80左右，但铜价也同样出现上涨，当本来应该体现的负相关关系弱化之后，这就说明铜自身出现了推动性的变化，也就是说铜不只是一种资产性的配置，而是被人为的估值性推动了。这说明有大的资金将铜价看得很高，而如果美元再出现下跌，这将是“火上浇油”，由于我对于近期美元的走势比较迷惘，还得出一个方向性的结论，我预计在未来一段时间之内美元会走出方向，如果美元重新进入下跌趋势，则下跌的幅度会较大，极可能跌破75，则铜价可能会创出一个天价，而如果美元上涨，涨幅也不会小，则有可能阻碍铜价的上涨，使得铜价达到10000美元/吨之后出现快速回落，对于美元的走势，最好再多等两周再下结论。

六、基金的影响

市场的走向很大概率是投机基金的持仓方向。COMEX 市场基金目前继续保持净多头寸，在整体持仓中的比例依然较高。我们发现近期基金的净多头寸呈现阶段性趋增之势，同时我们认为基金并没有撤离商品

市场，事实上基金只是调整了在商品市场和商品衍生品市场的投资结构而已，我们注意到包括铜期权在内的商品衍生品市场的持仓规模在铜持仓增加的同时出现了明显的增加。

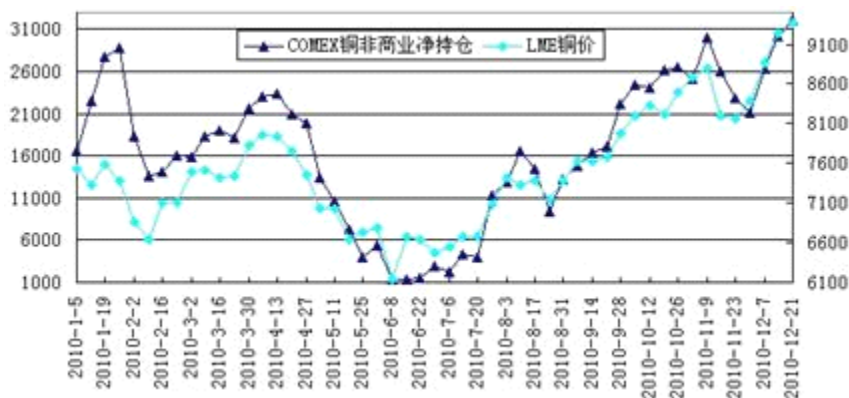
(一)、EFTC 公布的 comec 铜基金持仓报告

可报告性头寸

生产商/贸易商/加工商/用户		掉期交易商			管理基金			其它可报告性头寸		
多头	空头	多头	空头	套利	多头	空头	套利	多头	空头	套利
(合约单位: 25, 000磅)										
										总持仓: 157,675
8,792	80,239	51,466	12,330	8,832	45,906	13,249	7,728	7,661	13,886	8,493
较2010年11月30日报告变化情况:										
151	8,347	843	1,049	-603	5,026	-578	598	757	1,036	-797
各种类交易商头寸分别占总持仓百分比 (%)										
5.6	50.9	32.6	7.8	5.6	29.1	8.4	4.9	4.9	8.8	5.4
各种类交易中交易商数量 (交易商总数: 194)										
20	30	16	8	11	54	17	10	13	45	21

备注: CFTC 从9月4日开始发布第一份扩容后的交易商持仓报告,新版的周度持仓报告将把交易商分成四类,即生产商/贸易商/加工商/用户,掉期交易商,管理基金和其他参与者。

图31: CFTC 持仓



数据来源: 上海金属网

(二)铜 ETF 增加铜的需求: 今年10月份以来,已经有三家机构向美国证交会递交了申请铜 ETF 交易基金,摩根大通有6018万吨铜的现货支持,贝莱德旗下的公司有12.12万吨现货铜,ETF securities 也会建立一支基金,到现在不知道持有多少现货铜,另外德意志银行和高盛也有意推出 ETF 基金,我们认为,ETF 基金同意散户投资基金存放与伦敦交易所的现货铜,基金必须有现货铜作为支撑,这可能引起现货铜的大幅波动。

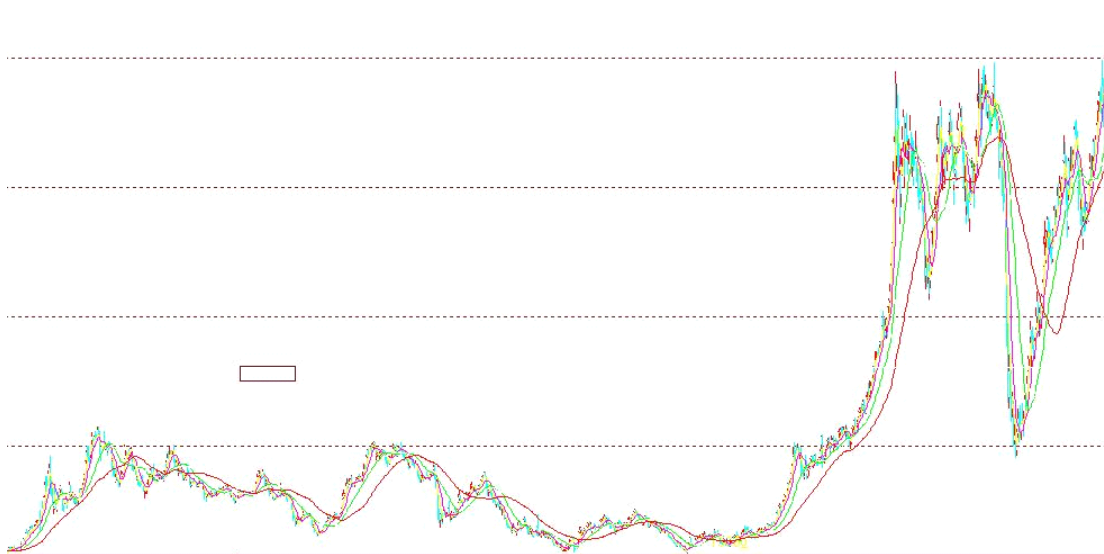
点评: 从以上持仓报告可以看出,投机基金的净多单维持在30000手之上,达到历史峰值,同时伦敦持仓水平也达到31.5万手之上,资金对铜的关注度是比较大的,随着经济的好转,铜价将再创新高。

七、铜市走势技术分析

在对 2010 年国内经济和供求状况及市场结构有了基本的定位后,笔者再从技术上探讨下 2011 年铜价走势可能出现的特征和规律。

（一）从艾略特波浪理论来看

目前，铜价经过平台型调整，LME、COMEX、SHFE 铜价演绎牛市第五浪上涨。我们认为此轮牛市的一浪从 1999 年 4 月开始至 2000 年 8 月结束，而二浪调整一直延续到 2001 年 11 月，推动三浪又划分为五浪的结构（2 浪走平台，4 浪为奔走形态），从 2001 年一直到 2008 年 3 月结束，2008 年 5 月后价格进入四浪运行结构中，是二浪时间的 0.618 倍，即 9 个月的周期至 2009 年 1 月结束，我们就从浪型上看，目前价格运行在整个牛市行情的大五浪结构中，未来价格很有可能再创出新高，刷新历史。按照黄金分割的估算，本次五浪上涨的高点如果和第三浪相等应在 10700---11000 美元附近，再加上 ETF 基金的推波助澜，期价有可能向更高的价位挺进，12000 美元也是有可能的。



（二）从周期来看理论来看

铜价正重演 20 世纪曾出现过 3 个商品大牛市（1906-1923 年；1933-1953 年；1968-1982 年），平均每个牛市持续了 17 年多一点。本轮从 1999 年开始的牛市，将持续到 2015 年前后。驾驭这个超级牛市，还有 4 年时间。

结论与价格展望：2010 年我们基本保持看多的思路，铜市可能面临年底消费淡季和 10000 美元的压力，但高位震荡向上的格局不变。

铜精矿产量的瓶颈将限制供应量增长的空间，产量的显著增长和原料进口的减少表明国内冶炼厂商正在消耗原料库存，2011 年上半年国内铜供应存在再度紧张的题材。经济高速增长下，中国消费将保持乐观的增长速度，仍然会带动铜市消费。

技术上，浪型上还有第五浪没有运行完毕，价格还要再疯狂些才有可能见历史大顶。

八、2011 年铜价展望

- 1、宏观经济：通货膨胀压力日益严重，高油价热钱持续流入新兴市场，将对全球经济造成威胁。
- 2、中国对金属特别是对铜的需求依然强近。
- 3、投机基金继续持有大量多头头寸，将对铜价起到强劲支撑作用。
- 4、全球特别是中国铜冶炼产能过度扩张，将造成铜精矿持续紧张。

综合以上分析 2011 年整个铜供求关系依然偏紧，铜价将表现一支独秀，短期伦铜将向 10000 美元大关挺进，明年铜价将不断创出新高，12000 美元将是全年的高点，操作思路建议大家逢低买进为主，尽量不要抛空。

免责声明

本研究报告由新纪元期货有限公司撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为新纪元期货有限公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为新纪元期货有限公司, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

联系我们

总 部

地址: 江苏省徐州市淮海东路 153 号新纪元期货大厦

电话: 0516 - 83831105 83831109

北京东四十条营业部

地址: 北京市东城区东四十条 68 号平安发展大厦 403、407 室

电话: 010 - 84263809 84263892

南京营业部

地址: 南京市北门桥路 10 号 3 楼

电话: 025-84787996 84787997 84787998

广州营业部

地址: 广州市越秀区东风东路 703 号粤剧院文化大楼 11 层

电话: 020 - 87750882 87750827 87750826

苏州营业部

地址: 苏州工业园区苏华路 2 号国际大厦六层

电话: 0512 - 69560998 69560988 69560990

常州营业部

地址: 常州市武进区延政中路 2 号世贸中心 B 座 2008-2009

电话: 0519 - 88059972 88059971 88059978

杭州营业部 (筹)

地址: 杭州市上城区江城路 889 号香榭商务大厦 7-E

全国客服电话: 0516-83831105 83831109